

УДК 339.745

А. В. Сомик,

к. е. н., начальник відділу досліджень грошово-кредитної політики та міжнародних валютно-кредитних відносин  
Центру наукових досліджень Національного банку України

## ПРАВИЛА ТА ТЕНДЕНЦІ РЕАЛІЗАЦІЇ СУЧАСНОЇ ПРОЦЕНТНОЇ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ

Anzhelika Somyk,

Ph.D. in Economics, Research Center of National Bank of Ukraine,  
Monetary Policy and International Foreign Exchange Relationship Research Division, Head of Division

### MODERN CENTRAL BANK'S INTEREST RATE POLICY: RULES AND TENDENCIES

*Висвітлено зарубіжний досвід щодо реалізації процентної політики центральними банками. Узагальнено правила та тенденції реалізації сучасної процентної політики центральних банків, дотримання яких посилює вплив процентних інструментів на грошово-кредитний ринок та роль у забезпечення цінової стабільності.*

*The international experience of implementation central bank's interest rate policy is analyzed in the article. The author summarizes the rules and modern trends of implementation central bank's interest rate policy. These rules increase the impact of interest rate policy instruments on the money market and increase the role of maintaining price stability.*

**Ключові слова.** Процентна політика центральних банків, ефективність процентної політики, правила процентної політики, процентні ставки, процентні інструменти, процентний коридор.

**Keywords:** Central bank's interest rate policy, the effectiveness of interest rate policy, interest rate policy rules, interest rates, interest rate policy instruments, interest rate corridor.

**Постановка проблеми та аналіз останніх досліджень.** У 2015 році Національний банк України має намір переходу до режиму таргетування інфляції, який передбачає посилення ролі процентної політики у регулюванні грошово-кредитного ринку та забезпеченні цінової стабільності. У зв'язку з цим у Центрі наукових досліджень Національного банку України було досліджено досвід країн з активною процентною політикою з метою узагальнення його кращих аспектів та розроблення рекомендацій з удосконалення процентної політики центрального банку України.

**Метою** даної публікації є висвітлення правил та тенденцій реалізації сучасної процентної політики центральних банків країн з активною процентною політикою, дотримання яких сприяє ефективності її реалізації в країнах з монетарним режимом, що базується на цінової стабільності.

**Основні результати дослідження.** Проведені дослідження теоретичних засад та практики діяльності центральних банків дозволили автору визначити окремі правила та тенденції в реалізації сучасної процентної політики. Основними з них є:

**1. Правило зміни офіційної процентної ставки.** Відповідно до теорії фінансів зміна процентної ставки центрального банку у відповідь на інфляційні розриви та спади виробництва базується на так званих ефектах: «ефект Фішера», який полягає у тому, що зростання інфляційних очікувань зумовлює зростання процентних ставок; «ефект рівня цін» – фактичному зростанні рівня цін, які також спричиняють ріст процентних ставок; «ефект ліквідності», який показує, що зростання пропозиції грошей вестиме до падіння процентних ставок (при незмінних інших умовах); «ефект доходу», який виникає при зростанні пропозиції грошей, яка чинить стимулюючий вплив на бізнес-цикл, зростання національного доходу, багатства та процентних ставок [1]. Зазначені ефекти вимагають змін у процентній політиці центрального банку.

Аналіз обґрунтувань змін у процентній політиці, наведених у прес-релізах центральних банків за 2008-2014 роки, свідчить про те, що:

- зниження основної процентної ставки центрального банку (**«правило зниження ставки»**) здійснювалося з метою: протидії кризовим явищам в економіці, підтримання ділової активності та економічного зростання / запобігання уповільненню економічного зростання / економічному спаду / рецесії, прискорення відновлення економіки після кризи; стимулювання активності банківської системи у кредитуванні суб'єктів економіки та створення умов для відновлення / збільшення внутрішнього попиту, рівня споживання та інвестицій; зменшення припливу іноземного капіталу та запобігання ревальвації в умовах високого рівня ліквідності (Швейцарія у серпні 2011 р., Корея у липні 2012 р., Ізраїль у 2014 р.) або стимулювання девальвації в умовах браку ліквідності для сприяння економічному зростанню за рахунок експортоорієнтованих галузей (Австралія);

- підвищення основної процентної ставки центральними банками (**«правило підвищення ставки»**) здійснювалося з метою: стримування зростання фактичної інфляції та зниження / стабілізації інфляційних очікувань, в умовах погіршення інфляційного прогнозу; підтримання курсу національної валюти в умовах девальвації / високих девальваційних очікувань (Угорщина, Україна, ПАР, Індонезія, Білорусія, Росія та ін.); збалансування платіжного балансу в умовах його дефіциту; сприяння макроекономічній стабільності в країні в умовах зовнішніх та внутрішніх факторів невизначеності та відтоку капіталу; упередження зростання цін на активи. В період кризи центральними банками було визнано необхідність зміни процентних ставок не лише у відповідь на інфляційні розриви та спади виробництва, а й з метою регулювання та попередження роздування цін на активи («цінових бульбашок»). Це – так званий підхід **«дутьтя проти вітру»**, відповідно до якого зміни ключової процентної ставки та інших інструментів монетарної та пруденційної політики центрального банку здійснюються у відповідності із зростанням цін на активи. Це означає, що центральний банк повинен проводити жорсткішу монетарну та пруденційну політику, ніж це потрібно для забезпечення цінової стабільності, у разі, якщо виявлено загрозливий для цінової стабільності бум цін активів, для упередження небажаних інвестицій, послаблення кредитних стандартів банків, зростання макроекономічних ризиків та зниження ефективності економіки після «здуття цінових бульбашок».

За теорією фінансів при зниженні процентної ставки центрального банку досягаються такі регулятивні наслідки (за нормальних, не кризових умов): підвищується попит на кредити, зростає пропозиція грошей та ділова активність, підвищується рівень зайнятості, інфляції, відбувається економічне зростання в країні. Підвищення ставки центрального банку має протилежні наслідки.

**2. «Правило незначного кроку коригування офіційних процентних ставок».** За нормальних умов центральні банки розвинених країн коригують офіційні ставки незначними кроками: традиційно – 0,5 або 0,25%, рідше – 0,20-0,10% (Угорщина, Данія, Японія), ще рідше – 0,04-0,02% (Болгарія), уникаючи непередбачуваності та несприятливих наслідків для нестабільних економічних результатів суб'єктів ринку. Проте у період кризи центральні банки розвинених країн скоординовано відійшли від цього правила та синхронно знижували ставки кроками, які перевищували «традиційні» кроки (ФРС США – на 0,75% у березні та грудні 2008 р., Банк Англії – на 1,5% у листопаді 2008 р. та 1% грудні 2008 р., ЄЦБ – на 0,75% у грудні 2008 р.). У січні 2014 року центральний банк Туреччини підвищив ключову процентну ставку на 5,5% (з 4,5 до 10%). Таке рішення було прийнято за підсумками екстреної наради з метою недопущення подальшого падіння

національної валюти, яка знецінилася на 10% за обставин корупційного скандалу, який викликав хвилю продажів ліри.

Водночас практика «великих кроків» зниження офіційної ставки центрального банку була виключенням і застосовувалась у комплексі антикризових заходів та у виняткових випадках. У нормальних умовах практика зміни основної ставки значними кроками країнами з активною процентною політикою не застосовується на відміну від центральних банків таких країн, як Росія, Україна, Білорусь. У зазначених країнах крім зміни офіційної ставки перевищує 1,5-2% і свідчить про невідповідність процентної політики засадам передбачуваності бізнес-середовища, незначну її роль у регулюванні грошово-кредитного ринку та монетарному трансмісійному механізмі, запізнілої (уповільненої, не проактивної) реакції центрального банку на ситуацію у монетарній сфері.

**3. «Правило Тейлора»**, за якого стабілізуюча грошово-кредитна політика повинна утримувати номінальні процентні ставки на позитивному рівні проти темпів інфляції. Іншими словами, вважається, що інфляція буде залишатися під контролем тільки тоді, коли офіційні процентні ставки перевищуватимуть рівень інфляції. У досліджуваному періоді (2008-липень 2014 р.) «правило Тейлора» постійно дотримувалися центральні банки таких країн як: Таїланд, Чилі, Грузія, Угорщина, Австралія, Румунія, Сербія, Бразилія, Латвія, Філіппіни, Польща, Мексика, Колумбія, Індонезія, Перу, Вірменія, Албанія, ПАР, Росія, Нова Зеландія. Переважна більшість цих країн – країни з режимом інфляційного таргетування.

В окремі періоди 2008-2014рр. зазначене правило порушували (тобто періодично офіційна ставка була нижчою за рівень інфляції в країні) центральні банки Швеції, Кореї, Туреччини, Ісландії та ЄЦБ, Великобританії, Чехії, Ізраїлю, Японії, Болгарії, Данії. Це було пов'язано з необхідністю проведення м'якої політики, а в окремих країнах – політики «нульових процентних ставок» (ЄЦБ, Швейцарія, Великобританія, Японія, США) з метою стимулювання економічного зростання. У цей період центральні банки концентрували ключову увагу на створенні умов для довгострокового економічного зростання інструментами процентної політики та кількісного пом'якшення. При цьому ціль щодо дотримання цінової стабільності неофіційно відійшла на другий план, а показник інфляції зазнав значної волатильності: в ЄЦБ, США, Великобританії мали місце періоди перевищення показником ІСЦ таргетованого значення, а в ЄЦБ – як періоди перевищення, так і періоди дефляції.

У країнах з нерозвиненою процентною політикою, таких як Україна, Білорусь, - чітко не простежуються закономірності щодо використання процентної політики, у тому числі застосування «правила Тейлора»: у різні періоди офіційна ставка могла бути вище / нижче рівня інфляції в країні. Волатильність інфляції при цьому є високою. Це свідчить про низький рівень розвитку інфляційного прогнозування, недотримання «правила проактивності», тобто запізнілої реакції процентної політики на розвиток інфляційних процесів в країні.

**4. «Правило «Процентного підходу» у регулюванні грошово-кредитного ринку»**. У країнах з режимом, що базується на ціновій стабільності, роль процентної політики є значною: ринкові ставки дуже чутливі до змін основної ставки центрального банку, сильними є зв'язки в процентному каналі монетарного трансмісійного механізму та можливості центрального банку щодо регулювання процентними інструментами грошово-кредитного ринку і забезпечення цінової стабільності в країні.

Суть «процентного підходу» зводиться до регулювання грошово-кредитного ринку через процентні інструменти, роль яких є домінуючою. При цьому, процентний канал виступає основним каналом монетарної трансмісії, а основна процентна ставка центрального банку – головним орієнтиром монетарної політики. Процентний підхід закріплений і у чинній нормативній базі країн з активною процентною політикою: чітко прописується мета та функціональне призначення інструментів монетарної політики, які підпорядковані цілі управління процентними ставками на грошово-кредитному ринку.

Зазначений підхід довів свою дієвість і успішно застосовується в ЄС та багатьох інших країнах. У ЄЦБ в базовому нормативному документі "Реалізація монетарної політики в зоні Євро: загальна документація інструментів та процедур монетарної політики Євросистеми" визначає, що «метою та призначенням інструментів монетарної політики є управління процентними ставками і ліквідністю на грошовому ринку та інформування про наміри ЄЦБ у сфері грошово-кредитної політики шляхом встановлення ключових процентних ставок» [2]. Визначено також, що «управління ліквідністю здійснюється з метою нівелювання впливу шоків ліквідності на короткострокові ринкові процентні ставки і полягає в регулюванні інструментами монетарної політики вільної ліквідності (вільних резервів) банків для утримання короткострокових ставок-орієнтирів на грошово-кредитному ринку близько рівня оголошеної офіційної (ключової) ставки центрального банку (або таргету політики), яка має забезпечити у майбутньому намічену цінову стабільність».

У країнах з активною процентною політикою інші інструменти, наприклад, мінімальні резервні вимоги, валютні інтервенції – виконують допоміжну / вторинну роль і використовуються після вичерпання можливостей процентної політики. Наприклад, в період кризи було вичерпано потенціал політики «нульових процентних ставок», яка використовувалась в цілях стимулювання економічного зростання, що змусило провідні центральні банки впроваджувати політику кількісного та кредитного пом'якшення (США, Великобританія, ЄЦБ, Японія). Окремі банки у цей період вдавалися до політики «штучної девальвації» національної валюти шляхом проведення валютних інтервенцій з метою стимулювання економіки (Чехія з листопада 2013 року, Китай), проведення інтервенцій з продажу валюти для запобігання девальвації та зростання інфляційного тиску (Бразилія у серпні-грудні 2013 року, Індія у серпні-вересні 2013, Україна), інтервенцій з купівлі іноземної валюти з метою стримування ревальвації національної валюти (Ізраїль з травня 2013 року) тощо.

**5. «Правило передбачуваності та прозорості процентної політики»**. Центральні банки країн з активною процентною політикою прагнуть збільшити свою прозорість з метою забезпечення її передбачуваності та утримання високої довіри до процентної політики та діяльності центрального банку в цілому. В аспекті ефективності процентного каналу монетарної трансмісії довіра є важливою з огляду на те, що на практиці центральний банк може впливати лише на короткострокові ставки на грошовому ринку. Реакція ж довгострокових ставок залежить від ринкових очікувань, тривалості підтримання монетарною владою проголошених цілей, довіри суб'єктів ринку до орієнтирів грошово-кредитної політики, прозорості умов механізму та операційних засад регулювання ліквідності банків, дотримання принципу рівності суб'єктів у цьому процесі тощо. Високий рівень довіри до політики центрального банку робить передбачуваною реакцію та очікування суб'єктів ринку, зменшує премію за ризик в процентних ставках та їх волатильність.

Застосування процентної політики та інших інструментів центрального банку на засадах прозорості та передбачуваності дозволяє забезпечити стабільне та прогнозоване бізнес-середовище в країні. Така політика виключає значні (значними кроками) зміни процентної ставки та різновекторну її динаміку у короткому часовому інтервалі, зміну офіційних ставок через нерегулярні, не оголошені заздалегідь проміжки часу, оскільки усе це додає невизначеності на ринку та непередбачуваності політики регулятора, що також є одним із чинників волатильності ринкових ставок.

З метою забезпечення передбачуваності своєї діяльності центральні банки заздалегідь оголошують графіки засідань органів прийняття рішень монетарної політики. Як правило, центральні банки фіксують графік проведення 8 засідань на рік, тобто процентна ставка переглядається з часовим інтервалом близько 6 тижнів (Великобританія, Бразилія, Канада, Чехія, Ісландія, Ізраїль, Мексика, Нова Зеландія, Філіппіни, Румунія, Таїланд). Поряд з цим центральні банки залишають за собою право скликання позачергових засідань у разі необхідності. Більш тривалі періоди між переглядом ставки центрального банку зазнають критики, оскільки вважаються ознакою уповільненої реакції регулятора.

У таких країнах, як Вірменія, Чилі, Перу, Сербія, Угорщина, Туреччина законодавчо визначено проведення щомісячних засідань органу, що приймає рішення з питань монетарної політики, в Австралії – 11, Норвегії, Гані, Південній Африці, Південній Кореї, Швеції – 6 засідань у рік. Рідше банки поділяють засідання на види та визначають їх тематику обговорень. Наприклад, у Польщі відповідно до визначеного графіку в місяць проводяться 2 види засідання – дводенне та одноденне. У Гватемалі Рада монетарної політики проводить засідання щотижня, а рішення щодо відсоткових ставок приймається 8 разів на рік.

Крім цього, у сучасній практиці реалізації процентної політики центральні банки провідних країн світу також вдаються до «керівництва на випередження» («forward guidance»). Його сутність полягає в оприлюдненні напрямів динаміки ключової процентної ставки центрального банку у майбутньому з метою надання чітких орієнтирів монетарної політики широкій громадськості та учасникам ринку на визначений строк або за визначених умов. Уперше такий підхід було запроваджено Банком Канади в квітні 2009 р., коли Банк знизив ключову процентну ставку та зобов'язався тримати її на даному рівні до II кварталу 2010 р., ФРС впровадила політику «forward guidance» у серпні 2011 р., заявивши про утримання низьких процентних ставок за федеральними фондами до середини 2013 р. Банк Англії вдався до політики керівництва на випередження у серпні 2013 р., заявивши про намір підтримувати стимулюючу монетарну політику, поки темп безробіття не знизиться до 7%. Результатом політики «forward guidance» є зменшення невизначеності на ринках.

Найбільш поширеними інструментами забезпечення прозорості, передбачуваності та формування довіри до процентної політики центрального банку є *досконала законодавчо-нормативна база*, яка забезпечує вичерпне та доступне розуміння операційних процедур, механізмів та інструментів монетарної політики, практики їх застосування тощо. Наприклад, в ЄЦБ інструменти та механізми, які створюють операційну основу (механізм мінімальних резервів, постійні механізми рефінансування та операції на відкритому ринку), регулюються єдиним пакетом правової документації "Реалізація монетарної політики в зоні Євро: загальна документація інструментів та процедур монетарної політики Євросистеми" [2].

У законодавчо-нормативній базі центральних банків зарубіжних країн процентна політика не відокремлюється від операцій з регулювання ліквідності (не існує як автономний інструмент) і не регулюється окремим нормативним актом. Процентна політика реалізується і регулюється нормативними актами виключно в рамках операційної системи монетарної політики. Чіткою є класифікація процентних інструментів монетарної політики, а операційний механізм – зрозумілим і прозорим. Наприклад, взірцем є підхід Європейського центрального банку щодо визначення чіткої класифікації інструментів грошово-кредитної політики, яка дублюється в багатьох «базових» документах та офіційному сайті ЄЦБ та узагальнена в наглядній таблиці. За кожним видом операцій (інструментів) чітко закріплені цілі та функціональне призначення. Усе це дозволяє скласти загальну уяву про механізм використання та дію інструментів монетарної політики ЄЦБ. На офіційних сайтах більшість центральних банків створені розділ «Монетарна політика» та рубрика «Інструменти монетарної політики», де наведена вичерпна правова, статистична, організаційна та інша інформація використання інструментів монетарної політики.

У нормативних документах з регулювання ліквідності центральні банки прописують базові принципи, на яких базується вибір та використання інструментів монетарної політики. Це надає суб'єктам ринку прозорих критеріїв оцінки правильності дій регулятора щодо застосування інструментів та операційних засад

монетарної політики. Такими принципами, наприклад, в ЄЦБ є: операційна ефективність (точність і оперативність); рівне ставлення до контрагентів (банків), гармонізація (узгодження) правил і процедур; децентралізація реалізації, простота, прозорість, послідовність (уникнення кардинальних змін в нормативній базі); безпека (мінімізація ризиків); економічна ефективність (збереження низьких експлуатаційних витрат кредитних установ) [2].

Передбачуваність та прозорість процентної політики та операційних механізмів монетарної політики на практиці реалізується також шляхом оприлюднення графіку проведення основних операцій банків (як правило – тендерних операцій repo із 7-денною строковістю). Такої практики дотримуються ЄЦБ, Вірменія, багато інших країн.

**6. «Правило ефективності процентної політики».** Зарубіжний досвід свідчить, що критеріями ефективності процентної політики в країнах з інфляційним таргетуванням є: на початковому етапі дії монетарного трансмісійного механізму – незначна волатильність короткострокової ставки овернайт на міжбанківському ринку, пологість кривої ринкової дохідності, тісний зв'язок між зміною основної ставки центрального банку та рівнем ринкових процентних ставок; на кінцевому етапі дії механізму монетарної трансмісії – забезпечення наміченого рівня цінової стабільності в країні та незначна волатильність цільового показника інфляції.

Ефективність процентної політики значною мірою залежить від управлінської позиції центрального банку, яка є сильною в умовах дефіциту ліквідності (структурного чи штучно створеного шляхом повної стерилізації надлишкових резервів банків). Надлишкова ліквідність послаблює управлінську позицію центрального банку та ефективність процентної політики через «гасіння» сигналів процентної політики внаслідок відсутності попиту на короткострокові кредити рефінансування. За таких умов завдання регулювання грошово-кредитного ринку є непростим, адже в умовах надлишкової ліквідності ускладнюється застосування "процентного підходу" в управлінні грошово-кредитним ринком та подання ринку сигналів через основну процентну ставку та збільшує витрати центрального банку на стерилізацію надлишкової ліквідності.

**7. Правило «вузького процентного коридору».** Найбільш поширеною практикою реалізації процентної політики в країнах з режимом, що базується на цінової стабільності є дотримання правила «вузького процентного коридору». Процентний коридор – це діапазон між максимальною ставкою за постійно діючим кредитним інструментом та мінімальною ставкою за депозитним інструментом мінімальної строковості. Він є межами операційного інтервалу для короткострокової ринкової ставки-орієнтиру монетарної політики. Правила процентного коридору дотримуються ЄЦБ, Вірменія, Ісландія, Монголія, Польща, Румунія, Грузія, Колумбія, Корея, Росія, Швеція, Малайзія, Маврикій, Білорусь, Киргизстан, Македонія, Азербайджан, Туреччина, Чехія, Мозамбик, Молдова, Нігерія, Сербія, Угорщина, Чилі, Швейцарія, Швеція, Єгипет, Мозамбик, Філіппіни, Катар, Шрі-Ланка та інші країни. Найчастіше коридор формується офіційними ставками за депозитами та кредитами овернайт. Рідше «процентний коридор» формується офіційними ставками за іншими інструментами, наприклад, у Колумбії процентний коридор формується максимальною ставкою аукціону та ставкою вікна поглинання (Window Contraction rate), рівень яких становить відповідно  $\pm 1\%$  від Ставки політики центрального банку, Монголії – repo овернайт та депозити овернайт.

Практикою центральних банків доведено, що ширина процентного коридору прямо впливає на ефективність процентної політики, тобто визначає можливість впливу процентними інструментами на формування вартості ресурсів на фінансовому ринку, а у подальшому – на цінову стабільність в країні. Досвід країн з активною процентною політикою свідчить про те, що центральні банки, прагнучи збільшити вплив на формування вартості ресурсів на грошово-кредитному ринку, звужують процентний коридор, оскільки в рамках вузького коридору ефективність впливу на волатильність короткострокових процентних ставок є максимальною. У період кризи до практики звуження процентного коридору з метою підвищення впливу на ринкові ставки вдавалися більшість центральних банків. Наприклад, у ЄЦБ та Малайзії, Новій Зеландії на сьогодні коридор офіційних процентних ставок становить  $\pm 0,25\%$  від основної ставки банку, Ісландії, Колумбії, Кореї ( $\pm 1\%$ ), Монголії, Нігерії, Росії ( $\pm 2\%$ ), Польщі, Грузії ( $\pm 1,5\%$ ), Маврикія ( $\pm 0,5\%$ ), Швеції ( $\pm 0,75\%$ ).

Досвід зарубіжних країн свідчить про те, що надто вузький процентний коридор зумовлює надання переваги банків щодо здійснення операцій з центральним банком, що знижує роль міжбанківського посередництва. У зв'язку із цим було визначено оптимальну мінімальну ширину процентного коридору, яка не повинна бути меншою за діапазон  $\pm 0,25\%$  (для країн з активною процентною політикою). Зазначений діапазон зберігає баланс між мінімізацією витрат монетарної політики та невтручання центрального банку без необхідності у нормальні ринкові процеси у банківській системі.

Ті країни, які не використовують процентний коридор, тобто постійно діючі депозитні та кредитні інструменти з метою управління операційною ставкою-орієнтиром, використовують інші інструменти. Наприклад, центральний банк Австралії проводить операції repo на майже щоденній основі, а з 11.2013 року – операції repo з відкритою датою. У Мексиці використовуються постійно діючі інструменти (депозити, які не винагороджуються, та кредити, що надаються за подвійною міжбанківською ставкою овернайт), вікно короткострокової ліквідності, а також на відкритому ринку (кредитні та депозитні аукціони). Проте така практика створює засади зарегуваності грошово-кредитного ринку.

**8. «Правило симетричності процентного коридору».** У країнах, які застосовують правило «процентного коридору», простежується 2 підходи до формування офіційного процентного коридору навколо основної ставки центрального банку: «симетричний» та «несиметричний». «Симетричний» процентний коридор є ознакою активної процентної політики і застосовується в ЄЦБ та Малайзії (коридор  $\pm 0,25\%$  від основної ставки банку), центральних банках Вірменії ( $\pm 1,5\%$ ), Ісландії, Колумбія, Корея ( $\pm 1\%$ ), Монголії, Нігерії, Росії ( $\pm 2\%$ ), Польщі, Грузії ( $\pm 1,5\%$ ), Румунії ( $\pm 3\%$ ), Маврикію ( $\pm 0,5\%$ ), Швеції ( $\pm 0,75\%$ ). Такий підхід є найбільш прогресивним, оскільки дозволяє чітко та пропорційно навколо основної ставки окреслити межі верхньої та нижньої межі вартості ресурсів на ринку.

«Несиметричний» коридор процентної політики, формується ставками за кредитами та депозитами овернайт непропорційно навколо основної ставки таким чином: у Білорусі  $+2,5/-3,5\%$ , Киргизстані  $+3/-4,5\%$ , Македонії  $+0,5/-2,5\%$ , Азербайджані  $+1,75/-3,75\%$ , Чехії  $+0,2/-0\%$ . «Несиметричний» процентний коридор притаманний країнам на етапі впровадження правила «процентного коридору» і встановлюється з метою економії витрат на мобілізацію ліквідності в умовах її структурного надлишку.

Існує також практика публікування не 3 ключових ставок, а 2 (лише верхньої і нижньої межі процентного коридору центрального банку, який формується ставками за кредитами та депозитами овернайт). При цьому розмір процентного коридору не прив'язується до основної ставки центрального банку, функцію якої виконує одна з двох ставок залежно від структурної поліції ліквідності. Такий підхід застосовується центральним банком Єгипту – коридор  $1\%$ , Мозамбіку –  $6,75\%$ , Філіппін –  $2\%$ , Катару –  $3,75\%$ , Бахреїну –  $2\%$ , Шрі-Ланки –  $1,5\%$ .

**9. «Правило операційного орієнтиру».** Центральні банки країн, головною ціллю яких є підтримання цінової стабільності, визначають своїм операційним орієнтиром короткострокову ринкову ставку та намагаються її утримувати в рамках вузького процентного коридору, що формується, як правило, депозитними та кредитними ставками овернайт з метою досягнення у майбутньому таргетованого рівня цінової стабільності.

Ставою-операційним орієнтиром в країнах з активною процентною політикою є, як правило, ставка овернайт на міжбанківському ринку (Австралія, Мексика, ЄЦБ, США, Малайзія, Нова Зеландія, Японія, Єгипет, Канада, Індонезія, Маврикій, Нігерія, Грузія, Корея та ін.). Водночас центральні банки окремих країн зосереджують свою увагу на контролі (таргетуванні) рівня інших ринкових ставок, наприклад, Бразилія – ставка Selic (за внутрішніми цінними паперами уряду), Швейцарія – 3-місячна ставка Лібор, Угорщина – 3-місячна ставка грошового ринку. У Македонії використання процентних інструментів та регулювання ліквідності банківської системи підпорядковано забезпеченню стабільності обмінного курсу національної валюти, який є проміжною ціллю (операційним орієнтиром) у забезпеченні цінової стабільності.

Для ефективної роботи монетарного трансмісійного механізму контроль за волатильністю короткострокової ринкової ставки є настільки важливим, що серед центральних банків стає поширеною практика, за якої назва основної ставки центрального банку відображає ринкову ставку орієнтир / таргет політики, рівень якої центральний банк бере намір утримувати близько оголошеного значення або діапазону. Така практика притаманна переважно центральним банкам країн з режимом таргетування інфляції: Австралія (таргет готівкової ставки), Бразилія (таргет короткострокової ставки), Канада, Мексика (таргет процентної ставки овернайт), Швейцарія (3-місячна ставка Лібор), Японія (Онокольна ставка (ставка за незабезпеченими міжбанківськими кредитами овернайт), Нова Зеландія (офіційна готівкова ставка овернайт), а також іншими країнами – Малайзія (таргет ставки овернайт), США (ставка за федеральними фондами (міжбанківська ставка овернайт)).

**10. «Правило синхронності зміни офіційних ставок».** Практика центральних банків показує, що при зміні основної ставки центрального банку синхронно і в одному напрямі змінюють ставки за усіма іншими процентними інструментами (операціями з регулювання ліквідності). Практика, за якої центральний банк вдається до зміни інших ставок, залишаючи без змін основну ставку, свідчить про ручний режим управління грошово-кредитним ринком, що є практикою «гасіння» окремих проблем. Наприклад, Центральний банк Росії у травні 2011 р. вдався до підвищення лише ставки за депозитними операціями для збільшення їх привабливості, при незмінних ставках рефінансування. Таке рішення прийнято з урахуванням високого рівня інфляційних очікувань та ризиків для подальшого економічного зростання. Зазначена практика є поширеною в Національного банку України, коли за незмінності облікової ставки, значно змінюються кредитні та депозитні ставки центрального банку.

**11. «Правило мінімізації волатильності офіційних ставок центрального банку».** Центральні банки країн з активною процентною політикою прагнуть до мінімізації волатильності власних офіційних процентних ставок та їх середньозваженого рівня у динаміці. Це зумовлено тим, що волатильність офіційних процентних ставок не сприяє стабільності ставок на грошово-кредитному ринку, свідчить про «ручне» управління грошово-кредитним ринком без огляду на динаміку ринкових процентних ставок, практику оперативного «гасіння» ситуативних проблем, наприклад, девальваційного тиску. Крім цього, орієнтованість у політиці регулювання ліквідності на ринкові процентні ставки (надання ліквідності за ставками, що визначає ринок) в період загострення проблем з ліквідністю банківської системи не зменшує волатильність ринкових ставок, а навпаки – підштовхує їх до утримання на високому рівні.

Світова практика свідчить про те, що ставка за постійними механізмами (кредитами овернайт) є найвищою (штрафною), а проведення регулярних основних операцій на відкритому ринку (із 7 або 14-денною строковістю) здійснюється щотижнево за попередньо оголошеним графіком. Мінімальна ставка за цим

інструментом оголошується заздалегідь, а її фактичний рівень визначається на тендерах зі змінною ставкою, який, як правило, є наближеним до основної ставки центрального банку і не виходить за рамки офіційного процентного коридору. Водночас в кризових умовах багато центральних банків, у тому числі ЄЦБ, відмовились від тендерів зі змінною ставкою. З метою посилення сигналів у процентному каналі монетарної трансмісії та нівелювання волатильності короткострокових ринкових ставок основні операції на відкритому ринку проводяться за тендерами з фіксованою ставкою, яка дорівнює ставці центрального банку за основними операціями рефінансування. Крім цього, ЄЦБ з 15.10.2008 р. задовольняє весь попит (заявки) на основні операції рефінансування, тим самим нівелюючи волатильність ринкових ставок. До практики проведення основних операцій з регулювання ліквідності (дезитних чи кредитних) за фіксованою ставкою на сьогодні вдаються центральні банки Кореї, Монголії, Намібії, Румунії, Таїланду, Угорщини, Туреччини, Росія, Індонезія, Намібія, Чехія, Швейцарія, Швеція, ін.).

**12. «Правило узгодженості основної ставки та основної операції із структурною позицією ліквідності».** Як свідчить досвід країн з активною процентною політикою, основною ставкою центрального банку має бути короткострокова ставка (7 або 14 днів), за якою відбувається основний обсяг операцій регулювання ліквідності (дезитних чи кредитних залежно від структурної позиції ліквідності). Зокрема, в умовах структурного дефіциту ліквідності такими операціями є, як правило, 7-денні операції репо (ЄЦБ, Вірменія, Польща, Румунія, Туреччина, Сербія, Росія, Індонезія, Намібія, Чехія, Швейцарія, Швеція, ін.). В умовах структурного профіциту ліквідності, наприклад, центральні банки Албанії, Кореї нині використовують щотижневі операції зворотного репо строком на 7 днів, в Угорщині, Філіппінах – 14-денні депозити, ставки за якими є базовими. У разі зміни структурної ліквідності змінюється й вид основної операції та основної ставки (Грузія, Індонезія, Ізраїль, Польща, Росія, Сербія, ін.). Для прикладу, у Грузії головною на сьогодні є ставка рефінансування (строком на 7 днів), а раніше нею була ставка за 7-денними депозитними сертифікатами, за якою проводився основний обсяг операцій з регулювання ліквідності. У Сербії також мала місце практика гнучкої зміни інструментів: з 1.09.2006 до 18.07.2012 ключова ставка застосовувалась на аукціонах зворотного репо строком 2 тижні, з 18.07.2012 до 19.12.2012 – на аукціонах прямого репо строком 1 тиждень, а з 19.12.2012 – на аукціонах зворотного репо строком 1 тиждень.

З метою забезпечення операційної гнучкості центральні банки на практиці основну ставку називають «Ставкою банку», «Ключовою ставкою політики», не конкретизуючи вид операції, який за нею проводиться (Індонезія, Кенія, Корея, Норвегія, Росія та ін.). При цьому, більшість центральних банків пояснюють, що ставка банку – ставка монетарної політики, базова ставка для усіх операцій центрального банку, найнижча прийнятна ставка надання ліквідності та найвища прийнятна ставка за операціями поглинання ліквідності. На практиці залежно від структурної позиції ліквідності за цією (чи наближеною до неї ставкою) проводяться короткострокові (7 або 14 днів) кредитні або депозитні операції, найчастіше – прямого та зворотного репо. Проте існує й інша практика: наприклад, у Норвегії за основною ставкою залучаються депозити банків до запитання, у Таїланді – проводяться операції зворотного репо строком на 1 день.

**13. «Правило впливовості (дієвості) основної / ключових ставок центрального банку».** Як свідчить зарубіжний досвід, основна ставка центрального банку буде орієнтиром вартості грошей для ринку, якщо за нею (або наближеною до неї ставкою) проводиться основні (за обсягом) операції (мобілізаційні чи кредитні) залежно від структурної позиції ліквідності. Така ставка впливає на широкий спектр процентних ставок фінансового ринку (кредитні, депозитні, міжбанківські, на ринку цінних паперів, валютний курс), а через фінансовий ринок – на прийняття суб'єктами економіки рішень щодо виробництва, заощаджень, споживання, а відповідно, й на рівень виробництва валового внутрішнього продукту та інфляцію в країні. Крім цього, для того, щоб основна ставка центрального банку визнавалась суб'єктами ринку як базова та була орієнтиром вартості грошей, операції за нею (чи наближеною до неї ставкою) повинні мати високий ступінь доступності. Інші ключові ставки центрального банку (ставки, які визначають межі процентного коридору) будуть чинити максимальний вплив на ринкові ставки за відсутності обмежень щодо здійснення операцій за цими ставками (за виключенням наявності прийнятного забезпечення у банків). Висока доступність операцій за цими ставками робить їх очікуваними, а ставки за ними – впливовими при формуванні вартості ресурсів на фінансовому ринку, насамперед, на вартість кредитів овернайт на міжбанківському ринку.

**14. «Правило стандартизованості інструментів та операційних засад монетарної політики».** Практикою центральних банків країн з активною процентною політикою доведено, що наявність чисельних і нестандартизованих інструментів та процентних ставок не дає чітких та прогнозованих орієнтирів для суб'єктів грошового ринку, що є одним із чинників волатильності ринкових процентних ставок. Значна кількість нестандартизованих інструментів центральних банків та різноманітна строковість операцій роблять процентну політику недостатньо передбачуваною, здійснюють нечітко виражений та розпорошений вплив на ринок. У цілому, одним із „золотих правил” у застосуванні інструментарію грошово-кредитної політики центральних банків зарубіжних країн є уникнення ускладнення. Цей принцип знаходить своє відображення в необхідності стандартизації інструментів та операційних засад монетарної політики, спрощення деталей монетарних інструментів та механізмів, оскільки надмірна їх кількість, складна структура та нестандартизованість знижує ефективність політики монетарного регулювання.

Через нестандартизованість процентних інструментів центрального банку на ринку існуватиме невизначеність, а крива дохідності буде нестабільною та важкопрогнозованою. Нечітка операційна структура монетарних операцій (без наявності чітко вираженого основного інструменту монетарної політики) додає нестабільності на грошово-кредитному ринку, оскільки позбавляє суб'єктів ринку ставки-орієнтиру (за основним обсягом операцій з регулювання ліквідності). Крім цього, велика кількість інструментів з регулювання ліквідності розвивають у банків надмірні очікування на посередництво центрального банку, стримуючи розвиток міжбанківського ринку та його спроможності перерозподіляти вільну ліквідність.

Практика центральних банків зарубіжних країн показує, що найбільший обсяг монетарних операцій має проводитися на тендерній основі за регулярними (щотижневими) операціями на відкритому ринку з 7- або 14-денною строковістю. Вибір саме цих операцій пов'язаний з їх чіткою структурованістю за строками надання та періодичністю повернення коштів, а також прозорим і зрозумілим механізмом визначення вартості регулярних операцій на відкритому ринку (кредитних або мобілізаційних залежно від стану ліквідності).

Наприклад, в Єврозоні основними операціями у докризовий період були операції рефінансування із 7-денною строковістю (до березня 2004 р. ними були 14-денні операції), проведені через тендер. За цими операціями до кризи проводилося близько 85% усіх операцій на відкритому ринку з підтримання ліквідності банків. Внаслідок їх домінування в структурі монетарних операцій центрального банку, ставка за ними є найбільш очікуваною, відповідно, й має сильний регулятивний вплив на формування вартості ресурсів на ринку. Така політика забезпечує максимальну наближеність короткострокової ринкової ставки на міжбанківському ринку до основної ставки центрального банку.

**15. «Правило «дзеркальності» інструментів».** Згідно цього правила інструменти регулювання ліквідності мають бути ідентичними як для підтримання, так і для мобілізації ліквідності. Так, на противагу постійно діючій лінії для надання кредитів овернайт має бути постійно діюча лінія залучення депозитів овернайт; тендерам з підтримання ліквідності строком 7 або 14 днів – тендери з розміщення депозитних сертифікатів строком 7 або 14 днів; кредитним інструментам більш тривалої строковості (30, 60 днів) мають відповідати депозитні інструменти такої ж строковості. Проте постійно доступними мають бути лише депозитні та кредитні інструменти з регулювання ліквідності овернайт. Серед інших «дзеркальних» інструментів мають використовуватися лише ті, які відповідатимуть структурній ліквідності. Така практика формує засади передбачуваності механізму регулювання ліквідності, довіри до інструментів та монетарної політики в цілому.

**16. Правило мінімізації втручання центрального банку у грошово-кредитний ринок.** Наприклад, в ЄЦБ фіксованими є "ключові ставки" – за кредитними та депозитними операціями овернайт (Standing Facility), інші операції за нормальних (не кризових) умов проводяться за ринковими ставками. Таким чином центральний банк впливає лише на формування ставок за міжбанківськими ресурсами овернайт, далі крива дохідності за інструментами грошового ринку більш тривалої строковості формується на ринкових умовах. Крім цього, строки проведення операцій в ЄЦБ ((7-денні – щотижнево), на триваліший строк (1, 3 місяці – один раз на місяць)) не перешкоджають розвитку міжбанківського посередництва та мінімізують вплив центробанку на формування ринкової кривої дохідності, оскільки за нормальних (не кризових) умов операції проводяться за плаваючими ставками. І навпаки – встановлюючи фіксовані ставки за інструментами відкритого ринку, центральний банк прямо впливає на формування кривої дохідності на ринку, що перешкоджає розвитку перерозподільних відносин і активності міжбанківського та фінансового ринків, хоча посилює регуляторний вплив центрального банку на формування вартості ресурсів на ринку і є допустимим лише у кризових умовах.

Мінімізація втручання у роботу грошово-кредитного ринку (мінімізація зарегульованості) виключає практику множинності оголошуваних ставок та використовуваних інструментів, фіксований рівень ставок за не основними інструментами та інструментами тривалої строковості. Крім цього, за нормальних (не кризових) умов довгострокові монетарні операції не використовуються центральними банками через те, що вони послаблюють вплив центрального банку на грошово-кредитний ринок, викривлюють конкурентні умови на фінансовому ринку та імпульси в процентному каналі трансмісійного (передавального) механізму грошово-кредитної політики, особливо у випадку, коли обсяги довгострокового рефінансування стають домінуючими.

**Висновки.** Вивчення досвіду центральних банків країн світу з активною процентною політикою дозволило узагальнити основні правила та тенденції її реалізації, використання яких забезпечує більшу ефективність процентної політики, підвищує її роль у регулюванні грошово-кредитного ринку, забезпеченні цінової стабільності та сприянні економічному зростанню в країні. У зв'язку із наміром Національного банку України щодо переходу у 2015 році до режиму таргетування інфляції, вищевикладені правила та тенденції сучасної процентної політики центральних банків мають перспективу застосування в Україні. Обґрунтування напрямів та заходів щодо удосконалення процентної політики Національного банку України з урахуванням правил та тенденцій сучасної процентної політики центральних банків країн світу є перспективою подальших наукових досліджень.

#### Список літератури.

1. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков [Текст] : учеб. пособие для студентов: Пер. с англ. / Ф. Мишкин. - М. : Аспект Пресс, 1999. - 820 с. - Пер. изд. : The Economics of Money, Banking, and Financial Markets / F. Mishkin.

2. Guideline of the European central bank of 20 September 2011 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem. - [online], available at: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>

**References.**

1. Mishkin, F. (1999), Jekonomicheskaja teorija deneg, bankovskogo dela i finansovyh rynkov [The Economics of Money, Banking, and Financial Markets], Aspekt Press, Moscow, Russia .
2. European Central Bank (2011), "Guideline of the European central bank of 20 September 2011 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem", [online], available at: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html> (Accessed 10 Oct 2014)

*Стаття надійшла до редакції 01.10.2014 р.*



ТОВ "ДКС Центр"